

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI  
ABNORMAL RETURN SAHAM PADA KINERJA JANGKA PANJANG  
PENAWARAN UMUM PERDANA (IPO)  
(Studi Kasus pada Perusahaan Non Finansial yang Go Public di Bursa  
Efek Indonesia Tahun 2006-2009)**

**Muhammad Talkhisul Abid, Harjum Muharam<sup>1</sup>**  
blueprint.vis@gmail.com

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

**ABSTRACT**

*The average stocks return of the initial public offering (IPO) in the U.S. stock market was -29.13% at the end of the third year after the IPO (Ritter, 1991). The conclusion is that the Underperformed phenomenon is influenced by the volume of trade and only occurs in the non-financial sector (Ritter, 1991). Underperformed is a stock return of initial public offerings that have lower performance compared to the market return. Bessler and Thies (2007) stated that the year of going public is the time period of the initial public offering (IPO). There is a time variation in the pattern of benefits, it raises a question of whether companies can maximize the value and amount of funds acquired. In investing, investors consider the return and risk, the expected results of the investment will be realized after a certain period of time and during this period there is a risk of the investments made. The aim of this study is to analyze the factors that affect Abnormal Return on long-term stock performance after 36 months of the IPO. The independent variables in this study consist of Benchmark, Money Raised, Market Value, and Magnitude of Underpricing. The dependent variable is the abnormal return on long-term stock performance after 36 months of the IPO.*

*The samples used in this study were the nonfinancial companies on 2006-2009 period as many as 54 non-financial companies using purposive sampling method. The analysis technique used was multiple linear regression analysis and performed classical assumption test which include normality test, multicollinearity test, autocorrelation test, and heteroskedasticity test.*

*The results showed that partially the Benchmark affect significantly and negatively toward Abnormal Return; Money Raised and Market Value does not affect significantly and positively towards Abnormal Return; Magnitude of Underpricing affect significantly and positively towards Abnormal Return. The ability of the four independent variables to explain the variation on the dependent variables amounted to 45.8%, while the rest equal to 54.2% explained by other factors that are not described in the model.*

**Keywords:** *Benchmark, Money Raised, Market Value, Magnitude of Underpricing and Abnormal Return*

---

<sup>1</sup> Corresponding author

## PENDAHULUAN

Penawaran umum perdana (IPO) merupakan suatu kegiatan perusahaan penawaran saham pertama kali kepada masyarakat umum berdasarkan tata cara yang diatur oleh Undang-Undang dan Peraturan Pelaksanaannya. Kegiatan penawaran umum perdana dilakukan sebagai salah satu alternatif untuk memperoleh sumber dana. Perusahaan bisa menggunakan dana hasil dari penjualan saham perdana untuk menjaga kelangsungan hidup perusahaan atau pengembangan perusahaan. Dana yang diperoleh melalui penawaran umum perdana bisa digunakan oleh perusahaan untuk berbagai kegiatan, investor harus mengetahui dan memahami tujuan dari perusahaan tersebut. Tambunan (2013) menyatakan bahwa pada umumnya perusahaan memiliki tiga hal dari hasil penawaran umum perdana yaitu ekspansi usaha, membayar utang, dan modal kerja. Investor perlu memperhatikan secara baik tujuan dari perusahaan, hal ini bisa dilihat melalui prospektus yang diterbitkan oleh emiten.

Ang (1997) menyatakan bahwa prospektus adalah suatu barang cetakan atau media cetak yang berisi informasi mengenai perusahaan yang akan melaksanakan penawaran penjualan saham kepada masyarakat umum dan informasi yang terkandung didalamnya untuk disebarluaskan kepada masyarakat umum sebagai pelaksanaan keterbukaan informasi. Setelah mendapat prospektus maka informasi mengenai perusahaan bisa dipelajari oleh investor untuk mengetahui prospek dan risiko investasi pada saham perusahaan tersebut karena akan mempengaruhi terhadap hasil investasi. Darmadji dan Fahrudin (2006) menjelaskan bahwa saham (*stock* atau *share*) merupakan suatu tanda penyertaan atau pemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Pemilik saham adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut, sedangkan wujud dari saham berupa selembar kertas. Porsi pemilikan saham ditentukan dari seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

Hal-hal yang menjadi pertimbangan investor dalam investasi adalah hasil yang

diharapkan dan tingkat risiko yang dihadapi. Hasil yang diharapkan dari investasi akan terwujud setelah melewati jangka waktu tertentu dan selama jangka waktu tersebut terdapat risiko pada investasi yang dilakukan. Semakin besar risiko yang dihadapi dan harus ditanggung maka semakin besar tingkat pengembalian yang harus dikompensasikan. Rata-rata *return* saham penawaran umum perdana (IPO) di bursa saham Amerika Serikat ditemukan sebesar -29,13% diakhir tahun ketiga setelah IPO (Ritter, 1991). Suatu kesimpulan bahwa fenomena *underperform* dipengaruhi oleh volume perdagangan dan hanya terjadi disektor non finansial (Ritter, 1991). *Underperform* merupakan suatu *return* pada saham penawaran umum perdana mempunyai kinerja yang lebih rendah dibandingkan dengan pasar.

Berdasarkan uraian latar belakang masalah diatas maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah faktor-faktor apa saja yang menjadi penentu *abnormal return* saham pada kinerja jangka panjang pada perusahaan non finansial yang melakukan penawaran umum perdana (IPO).

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Tingkat keuntungan pada manajemen investasi disebut *return*, suatu yang wajar ketika investor dalam menanamkan modalnya mengharapkan *return* tertentu atas dana yang telah diinvestasikannya. *Return* adalah total tingkat keuntungan yang diterima investor dalam periode pemilikan dan dinyatakan sebagai persentase dari harga pembelian investasi pada awal periode pemilikan (Francis, 2001). Pada konteks manajemen investasi perlu dibedakan antara *return* yang diharapkan (*expected return*) dan *return* yang terjadi (*realized return*). *Expected return* merupakan tingkat *return* yang diantisipasi investor di masa yang akan datang, sedangkan *realized return* merupakan pendapatan sesungguhnya yang diterima dari suatu investasi dalam jangka waktu tertentu. Tingkat *return* yang diharapkan dan tingkat *return* aktual yang diperoleh investor mungkin saja berbeda, hal ini merupakan suatu risiko yang harus selalu dipertimbangkan dalam proses investasi.

Rata-rata *return* saham penawaran umum perdana (IPO) di bursa saham Amerika Serikat ditemukan sebesar -29,13% diakhir tahun ketiga setelah IPO (Ritter, 1991). Suatu kesimpulan bahwa fenomena *underperformed* dipengaruhi oleh volume perdagangan dan hanya terjadi disektor non finansial (Ritter, 1991). *Underperformed* merupakan suatu *return* pada saham penawaran umum perdana mempunyai kinerja yang lebih rendah dibandingkan dengan pasar. Bessler dan Thies (2007) menyatakan bahwa *year of going public* merupakan periode waktu *Initial Public Offering* (IPO). Ada variasi waktu dalam pola keuntungan, hal ini menimbulkan pertanyaan apakah perusahaan dapat memaksimalkan nilai dan jumlah dana yang didapat. Investor dalam berinvestasi mempertimbangkan hasil dan risiko, hasil yang diharapkan dari investasi akan terwujud setelah melewati jangka waktu tertentu dan selama jangka waktu tersebut terdapat risiko pada investasi yang dilakukan.

Loughran dan Ritter (1995) menyatakan bahwa investasi dalam saham-saham IPO merupakan strategi yang merugikan dalam jangka panjang, karena kinerja jangka panjang saham-saham pasca IPO adalah rendah (*long run underperformance*). Penurunan kinerja yang terjadi dalam jangka panjang akan merugikan investor karena akan memperoleh *return* yang negatif. Pendekatan strategi yang digunakan yaitu *buy and hold*.

### **Benchmark dan Abnormal Return Saham**

Bessler dan Thies (2007) menyatakan bahwa *benchmark* merupakan suatu tolok ukur yang digunakan untuk menghitung *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR). Pasar modal terdapat banyak transaksi saham dari berbagai perusahaan yang membentuk suatu portofolio pasar. *Return* yang diperoleh investor jika melakukan investasi pada portofolio pasar dalam jangka waktu tertentu disebut *return* indeks pasar ( $R_{mt}$ ).

Yanuarta RE dan Taqwa (2007) *benchmark* juga digunakan *raw return* pasar ( $R_{mt}$ ) dengan deskripsi yang sama dengan sahamnya. *Return* indeks pasar dapat diukur dari indeks harga saham gabungan (IHSG) yang menggambarkan pergerakan harga

saham secara keseluruhan di pasar modal. Fenomena *underperformed* dipengaruhi oleh volume perdagangan dan hanya terjadi disektor non finansial (Ritter, 1991). Berdasarkan uraian diatas maka dapat disimpulkan sebuah hipotesis:

H1 : *Benchmark* berpengaruh negatif terhadap *Abnormal Return* saham pada kinerja perusahaan jangka panjang IPO

### **Money Raised dan Abnormal Return Saham**

Bessler dan Thies (2007) menyatakan bahwa *money raised* merupakan jumlah dana yang diperoleh dalam sebuah *Initial Public Offering* (IPO). Penawaran perdana saham IPO perseroan terbatas bertujuan mengisi kekurangan kebutuhan dana perusahaan (Bararuallo, 2005). Kinerja jangka panjang dari suatu IPO bergantung pada jumlah uang (*initial proceeds*) yang meningkat dalam sebuah IPO.

Miller (1997) yang menjelaskan adanya dua tipe investor yaitu investor yang optimis dan investor yang pesimis. Saham yang ditawarkan pada IPO merupakan objek yang berisiko tinggi sehingga dalam kondisi adanya faktor ketidakpastian yang tinggi maka investor optimis yang akan membeli saham IPO tersebut dengan harga yang tinggi dibandingkan dengan penilaian investor pesimis. Pada berjalannya waktu maka informasi yang tersedia akan semakin banyak maka perbedaan pendapat diantara para investor akan mengecil dengan konsekuensi harga akan bergerak turun menuju harga sebenarnya dalam jangka panjang dan *return* akan rendah. Ketika investor optimis membeli saham, maka *initial proceeds* yang diterima oleh perusahaan akan semakin tinggi. Bessler dan Thies (2007) menyatakan bahwa secara keseluruhan jumlah IPO dengan hasil negatif menyediakan gambaran yang konsisten dalam jumlah yang meningkat atau bahwa IPO yang lebih kecil menyediakan hasil yang rata-rata lebih tinggi. Berdasarkan uraian diatas maka dapat disimpulkan sebuah hipotesis:

H2 : *Money Raised* berpengaruh negatif terhadap *Abnormal*

*Return* saham pada kinerja perusahaan jangka panjang IPO

### **Market Value dan Abnormal Return Saham**

Sunariyah (2006) menyatakan bahwa nilai pasar saham (*market value*) adalah harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung dibursa efek. Apabila bursa efek telah tutup maka harga pasar adalah harga penutupannya (*closing price*).

Untuk mendapatkan jumlah nilai pasar (*market value*) suatu saham yaitu harga pasar dikalikan dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding shares*). Bessler dan Thies (2007) menyatakan bahwa semakin besar perusahaan maka semakin negatif keuntungan abnormalnya dalam kurun waktu 3 tahun setelah IPO. Berdasarkan uraian diatas maka dapat disimpulkan sebuah hipotesis:

H3 : *Market Value* berpengaruh negatif terhadap *Abnormal Return* saham pada kinerja perusahaan jangka panjang IPO

### **Magnitude of Underpricing dan Abnormal Return Saham**

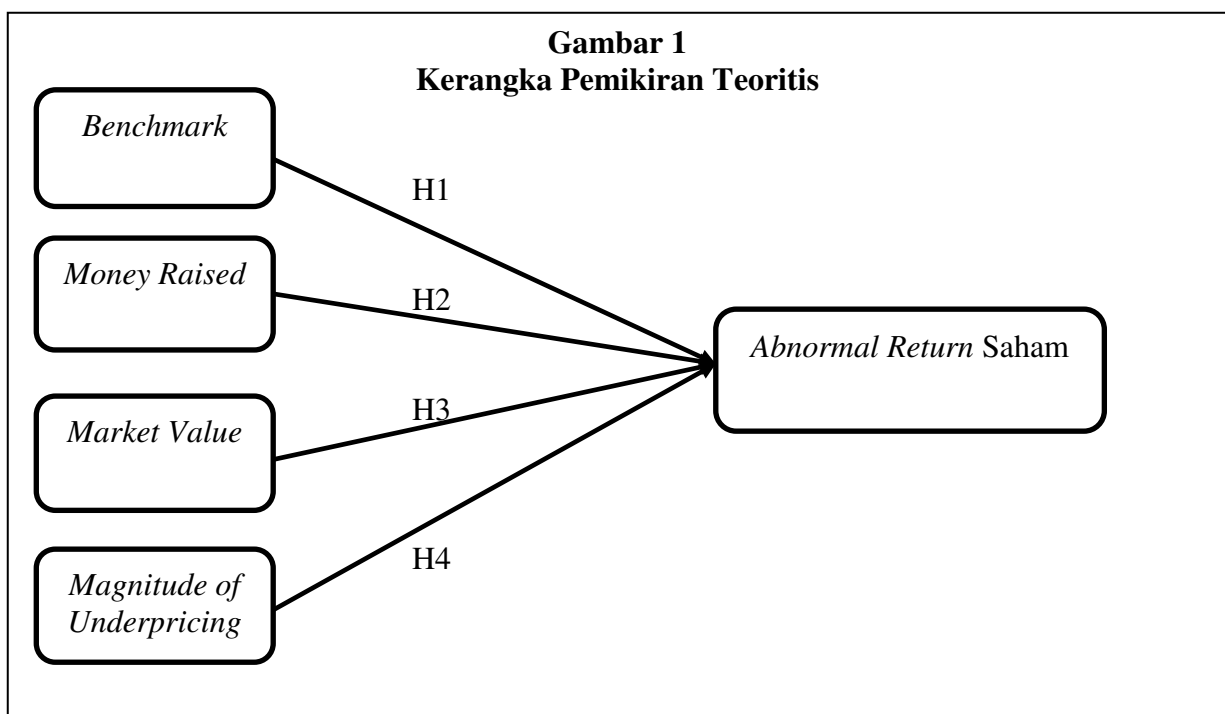
Bessler dan Thies (2007) menyatakan bahwa *magnitude of*

*underpricing* adalah keuntungan awal (*initial return*) dari besaran penetapan harga. Asimetri informasi saham dicerminkan pada besarnya penetapan harga. Hal ini cukup masuk akal bahwa kinerja IPO dipengaruhi oleh besarnya keuntungan awal. *Initial return* adalah selisih dari harga saham penutupan pada hari pertama di pasar sekunder dikurangi dengan harga saham perdana (IPO) dibagi dengan harga saham perdana.

Bessler dan Thies (2007) menyatakan bahwa perusahaan dengan hasil hari pertama yang lebih tinggi maka untuk selanjutnya akan memiliki kinerja yang lebih rendah jika hari pertama perdagangan terlalu tinggi. Hal ini sesuai dengan teori *impresario* yang diterangkan oleh Shiller (1990) dengan kesimpulan bahwa saham IPO yang memperoleh *initial return* tertinggi akan menghasilkan imbal hasil jangka panjang terendah. Berdasarkan uraian diatas maka dapat disimpulkan sebuah hipotesis:

H4 : *Magnitude of Underpricing* berpengaruh negatif terhadap *Abnormal Return* saham pada kinerja perusahaan jangka panjang IPO

Berdasarkan hipotesis yang sudah dibangun maka dapat dibuat kerangka pemikiran dalam penelitian ini sebagaimana gambar dibawah ini



Sumber : Ritter (1991), Bessler dan Thies (2007), Yanuarta RE dan Taqwa (2007) yang dikembangkan untuk penelitian ini

## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian Dan Definisi

#### Operasional Variabel

##### *Abnormal Return*

Variabel dependen yang digunakan adalah *Abnormal Return* saham pada Kinerja Perusahaan Jangka Panjang IPO. Pendekatan strategi yang digunakan yaitu *buy and hold*. Metode *buy and hold abnormal return* dapat digunakan untuk mengukur kinerja saham jangka panjang serta mengatasi bias pada penelitian sebelumnya yaitu *rebalancing bias*, *new listing bias*, *survivorship bias* dan *skewness bias* (Venekamp, dkk 2006). *Buy and hold abnormal return* dapat dirumuskan: (*return* saham dikurangi *return* pasar) dibagi periode waktu.

##### *Benchmark*

Bessler dan Thies (2007) menyatakan bahwa *benchmark* merupakan suatu tolok ukur yang digunakan untuk menghitung *Buy and Hold Abnormal Return* (BHAR). *Return* yang diperoleh investor jika melakukan investasi pada portofolio pasar dalam jangka waktu tertentu disebut *return* indeks pasar ( $R_{mt}$ ). Yanuarta RE dan Taqwa (2007) *Benchmark* juga digunakan *raw return* pasar ( $R_{mt}$ ) dengan deskripsi yang sama dengan sahamnya. *Return* indeks pasar dapat diukur dari indeks harga saham gabungan (IHSG) yang menggambarkan pergerakan harga saham secara keseluruhan di pasar modal. Menghitung *return* pasar setiap periode dengan rumus: (Nilai Indeks Pasar pada saat t dibagi dengan Nilai Indeks Pasar saat Penawaran) dikurangi 1.

##### *Money Raised*

Bessler dan Thies (2007) menyatakan bahwa *money raised* merupakan jumlah dana yang diperoleh dalam sebuah *Initial Public Offering* (IPO). Kinerja jangka panjang dari suatu IPO bergantung pada jumlah uang (*initial proceeds*) yang meningkat dalam sebuah IPO. pendapatan awal (*initial proceeds*) merupakan hasil dari perkalian antara harga penawaran umum saham dengan jumlah lembar saham yang diterbitkan. Rumus pendapatan awal (*initial proceeds*) adalah sebagai berikut: Harga

penawaran umum dikali Jumlah saham yang diterbitkan.

##### *Market Value*

Sunariyah (2006) menyatakan bahwa nilai pasar saham (*market value*) adalah harga suatu saham pada pasar yang sedang berlangsung dibursa efek. Apabila bursa efek telah tutup maka harga pasar adalah harga penutupannya (*closing price*). Nilai pasar (*market value*) suatu saham yaitu harga pasar dikalikan dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding shares*) (Ang, 1997). Nilai pasar dapat dirumuskan sebagai berikut: Harga Pasar dikali Jumlah saham yang diterbitkan.

##### *Magnitude of Underpricing*

Bessler dan Thies (2007) menyatakan bahwa *magnitude of underpricing* adalah keuntungan awal (*initial return*) dari besaran penetapan harga. Hal ini cukup masuk akal bahwa kinerja IPO dipengaruhi oleh besarnya keuntungan awal. *Initial return* adalah selisih dari harga saham penutupan pada hari pertama di pasar sekunder dikurangi dengan harga saham perdana (IPO) dibagi dengan harga saham perdana. Rumus *Initial Return*: [(Selisih dari harga saham penutupan pada hari pertama di pasar sekunder dikurangi dengan harga saham perdana (IPO)) dibagi dengan harga saham perdana] dikali 100%.

##### *Populasi dan Sampel*

Hasan (2002) menyatakan bahwa Populasi adalah totalitas dari semua objek atau individu yang memiliki karakteristik tertentu, jelas, dan lengkap yang akan diteliti (bahan penelitian). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang *go public* di bursa efek Indonesia tahun 2006-2009. Dengan demikian jumlah populasi dalam penelitian ini adalah 60 perusahaan. Hasan (2002) menyatakan bahwa sampel adalah bagian dari populasi yang diambil melalui cara-cara tertentu yang juga memiliki karakteristik tertentu, jelas, dan lengkap yang dianggap bisa mewakili populasi. Penelitian mengambil sampel perusahaan non finansial yang melakukan IPO dari tahun 2006 sampai



tahun 2009 dengan alasan data yang akan diteliti yaitu tahun perusahaan IPO ditambah 36 bulan setelah perusahaan IPO. Penentuan sampel dilakukan dengan cara sampel bertujuan (*purposive sampling*), dengan metode pemilihan sampel berdasarkan pertimbangan (*judgement sampling*) tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian maka jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian adalah 54 perusahaan non finansial.

### Metode Analisis

Pada analisis regresi digunakan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih, dan menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen (Ghozali, 2006). Metode analisis yang digunakan untuk menguji kekuatan *Benchmark* ( $X_1$ ), *Money Raised* ( $X_2$ ), *Market Value* ( $X_3$ ), *Magnitude of Underpricing* ( $X_4$ ) terhadap yaitu *Abnormal Return* saham pada Kinerja Jangka Panjang IPO ( $Y$ ) adalah analisis regresi linear berganda (*multiple linear regression method*) dengan model dasar sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + e$$

Keterangan:  $Y$  = *Abnormal Return* saham pada Kinerja Jangka Panjang IPO

$a$  = konstanta

$X_1$  = *Benchmark*

$X_2$  = *Money Raised*

$X_3$  = *Market Value*

$X_4$  = *Magnitude of*

*Underpricing*

$b_1$  = koefisien regresi

*Benchmark*

$b_2$  = koefisien regresi

*Money Raised*

$b_3$  = koefisien regresi

*Market Value*

$b_4$  = koefisien regresi

*Magnitude of Underpricing*

$e$  = standar error

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### Deskripsi Variabel

Rata-rata *abnormal return* saham pada penelitian ini memiliki nilai sebesar -0.0949 dengan nilai maksimum sebesar 1.18

pada perusahaan Adaro Energy Tbk., nilai minimum sebesar -0.92 pada perusahaan Total Bangun Persada Tbk., dan standar deviasi nilai *abnormal return* saham sebesar 0.41321. Hal ini menunjukkan selisih antara *return* saham dengan *return* pasar pada perusahaan non finansial periode 2006 sampai 2009 setelah 36 bulan IPO memiliki nilai tertinggi *abnormal return* saham sebesar 118% diatas *return* pasar yaitu pada perusahaan Adaro Energy Tbk, nilai terendah *abnormal return* saham sebesar -92% dibawah *return* pasar yaitu pada perusahaan Total Bangun Persada Tbk, dan rata-rata *abnormal return* saham yang menunjukkan kinerja jangka panjang IPO setelah 36 bulan mengalami *underperformed* sebesar -9.49%.

Rata-rata *benchmark* pada penelitian ini memiliki nilai sebesar 0.1511 dengan nilai maksimum sebesar 1.00 pada perusahaan Trikonsel Oke Tbk., nilai minimum sebesar -0.08 pada perusahaan Catur Sentosa Adiprana Tbk., dan standar deviasi nilai *benchmark* sebesar 0.23190. Hal ini menunjukkan pembagian antara nilai indeks pasar pada saat 36 bulan setelah IPO dibagi dengan nilai indeks pada saat penawaran pada perusahaan non finansial periode 2006 sampai 2009 setelah 36 bulan IPO memiliki *benchmark* tertinggi sebesar 100% diatas nilai indeks pasar saat penawaran pada perusahaan Trikonsel Oke Tbk., sedangkan nilai *benchmark* terendah sebesar -8% dibawah nilai indeks pasar saat penawaran terdapat pada perusahaan Catur Sentosa Adiprana Tbk., dan rata-rata *benchmark* dari seluruh sampel memiliki nilai sebesar 15.11%.

Rata-rata *money raised* pada penelitian ini memiliki nilai sebesar 11.3987 dengan nilai maksimum sebesar 13.09 pada perusahaan Adaro Energy Tbk., nilai minimum sebesar 10.35 pada perusahaan Bekasi Asri Pemula Tbk., dan standar deviasi nilai *money raised* sebesar 0.65628. Hal ini menunjukkan perkalian antara harga penawaran umum dengan jumlah saham yang diterbitkan pada perusahaan non finansial periode 2006 sampai 2009 setelah 36 bulan IPO memiliki *money raised* tertinggi sebesar 13.09 pada perusahaan Adaro Energy Tbk., sedangkan nilai *money raised* terendah sebesar 10.35 pada perusahaan Bekasi Asri Pemula Tbk., dan rata-rata *money raised* dari

seluruh sampel memiliki nilai sebesar 11.3987.

Rata-rata *market value* pada penelitian ini memiliki nilai sebesar 11.9827 dengan nilai maksimum sebesar 14.01 pada perusahaan Gonzo Plantation Tbk., nilai minimum sebesar 10.86 pada perusahaan Laguna Cipta Griya Tbk., dan standar deviasi nilai *market value* sebesar 0.79111. Hal ini menunjukkan perkalian antara harga pasar dengan jumlah saham yang diterbitkan pada perusahaan non finansial periode 2006 sampai 2009 setelah 36 bulan IPO memiliki *market value* tertinggi sebesar 14.01 pada perusahaan Gonzo Plantation Tbk., sedangkan nilai *market value* terendah sebesar 10.86 pada perusahaan Laguna Cipta Griya Tbk., dan rata-rata *money raised* dari seluruh sampel memiliki nilai sebesar 11.9827.

*Magnitude of underpricing* pada penelitian ini menunjukkan selisih antara harga penutupan waktu hari pertama dipasar sekunder dengan harga penawaran perdana setelah itu dibagi dengan harga penawaran perdana pada perusahaan non finansial periode 2006 sampai 2009 setelah 36 bulan IPO memiliki nilai rata-rata sebesar 30.5878% dengan nilai maksimum sebesar 173.08% diatas harga penawaran perdana pada perusahaan Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk., nilai minimum sebesar -88.05% dibawah harga penawaran perdana pada perusahaan Ace Hardware Indonesia Tbk., dan standar deviasi nilai *magnitude of underpricing* sebesar 45.53439.

### **Pembahasan Hasil Penelitian**

#### **Pengujian Asumsi Klasik**

Hasil uji normalitas dilakukan uji K-S kembali dengan membuang outlier dan dilakukan transformasi dengan operasi log maka data menjadi 40 dan uji K-S menunjukkan hasil 0.797 dengan signifikansi 0.549. Model regresi memiliki nilai residual yang berdistribusi normal karena memiliki signifikansi lebih tinggi dari 0.05. Hasil pengujian normalitas dapat pula dilakukan dengan melihat gambar *normal plotting* setelah membuang outlier dan dilakukan transformasi dengan operasi log. Kesimpulan dari grafik *normal plotting* bahwa model regresi telah terdistribusi normal karena titik-titik terletak disepanjang garis diagonal dan telah memenuhi uji normalitas.

Hasil pengujian multikolinearitas diketahui bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai *tolerance* lebih besar dari 0.1 dan nilai VIF lebih kecil dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi ini tidak menunjukkan adanya gejala multikolinearitas. Hasil uji autokorelasi diperoleh nilai Run Test untuk model regresi adalah 0.00201 dengan nilai signifikansi yaitu 1.000. Nilai signifikansi 1.000 lebih besar dari 0.05 maka dari itu tidak terdapat autokorelasi. Hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa grafik *scatterplots* terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi. Model regresi ini layak dipakai untuk memprediksi *abnormal return* saham berdasarkan masukan variabel independen *benchmark*, *money raised*, *market value*, dan *magnitude of underpricing*.

### **Hasil Uji Fit Model dan Derajat Determinasi**

Pengujian ketetapan fungsi regresi sampel (*Goodness of fit*) dilakukan dengan melihat nilai uji F sedang untuk uji derajat determinasi digunakan adjusted  $R^2$ . Koefisien determinasi ( $R^2$ ) menunjukkan bahwa nilai *Adjusted R Square* adalah sebesar 0.458. Sehingga dapat disimpulkan kemampuan *benchmark*, *money raised*, *market value*, dan *magnitude of underpricing* untuk menjelaskan variabel *abnormal return* saham sebesar 45.8% dan sisanya 54.2% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dijelaskan dalam model. Uji statistik F didapat nilai F hitung sebesar 9.246 dengan probabilitas 0.000, karena probabilitas lebih kecil dari 0.05 maka model regresi sudah fit dan variabel independen, *benchmark*, *money raised*, *market value*, dan *magnitude of underpricing* dapat digunakan untuk memodelkan *abnormal return* saham.

### **Pengujian Hipotesis**

Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan uji-t. Hasil analisis pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen disajikan pada Tabel 1 berikut ini:

**Tabel 1**  
**Hasil Uji t**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
Model		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.835	.882		-3.215	.003
	Benchmark	-.779	.232	-.437	-3.362	.002
	LogMoney Raised	.011	.147	.018	.076	.939
	LogMarket Value	.219	.119	.420	1.847	.073
	Magnitude of Underpricing	.003	.001	.367	2.994	.005

a. Dependent Variable: AbnormalR

$$\text{Abnormal Return Saham} = -2.835 - 0.779 \text{ Benchmark} + 0.011 \text{ Money Raised} + 0.219 \text{ Market Value} + 0.003 \text{ Magnitude of Underpricing}$$

Konstanta sebesar  $-2.835$  menyatakan bahwa jika variabel independen dianggap konstan, maka rata-rata *abnormal return* saham sebesar  $-2.835$ . Koefisien regresi *benchmark* sebesar  $-0.779$  yang berarti *benchmark* berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* saham. Jika *benchmark* mengalami kenaikan 1 persen maka *abnormal return* saham akan mengalami penurunan sebesar  $-0.779$  dengan asumsi variabel lain konstan. *Benchmark* memiliki nilai signifikansi  $t$  lebih kecil dari nilai signifikansi  $0.05$  yaitu sebesar  $0.002$ , variabel independen *benchmark* ( $X_1$ ) secara signifikansi berpengaruh terhadap variabel dependen *abnormal return* saham ( $Y$ ). Dengan demikian hipotesis yang menyatakan *benchmark* berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* saham pada kinerja saham jangka panjang IPO diterima. Hal ini menjelaskan bahwa adanya pengaruh

*benchmark* terhadap *abnormal return* saham dapat terjadi pada nilai saham perusahaan non finansial kinerja jangka panjang IPO. Sehingga semakin tinggi nilai *benchmark* maka nilai *abnormal return* saham nilai saham pada perusahaan non finansial kinerja jangka panjang IPO akan semakin rendah (*underperformed*). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bessler dan Thies (2007) menyatakan bahwa sejumlah perusahaan yang memiliki kinerja yang buruk dari *benchmark* yang selalu lebih besar daripada yang memiliki kinerja bagus di indeks. Hal ini juga bisa dijelaskan bahwa fenomena *underperformed* dipengaruhi oleh volume perdagangan dan hanya terjadi disektor non finansial (Ritter, 1991).

Koefisien regresi *money raised* sebesar  $+0.011$  yang berarti *money raised* berpengaruh positif terhadap *abnormal return* saham. Jika *money raised* mengalami



kenaikan 1 persen maka *abnormal return* saham akan mengalami kenaikan sebesar + 0.011 dengan asumsi variabel lain konstan. *Money raised* memiliki signifikansi *t* yang lebih besar dari nilai signifikansi 0.05 yaitu sebesar 0.939 maka dari itu variabel *money raised* ( $X_2$ ) secara signifikansi tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* saham (*Y*). Dengan demikian hipotesis yang menyatakan *money raised* berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* saham kinerja saham jangka panjang IPO ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Yanuarta RE dan Taqwa (2007) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai asset yang besar membutuhkan waktu dan proses bagi perusahaan untuk menjadi besar. Hubungan positif ini dikarenakan perusahaan *initial proceeds* waktu IPO akan sangat mendukung peningkatan kinerja jangka panjang perusahaan. Sehingga dapat diambil kesimpulan variabel *money raised* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *abnormal return* saham.

Koefisien regresi *market value* sebesar + 0.219 yang berarti *market value* berpengaruh positif terhadap *abnormal return* saham. Jika *market value* mengalami kenaikan 1 persen maka *abnormal return* saham akan mengalami kenaikan sebesar + 0.219 dengan asumsi variabel lain konstan. *Market value* memiliki signifikansi *t* yang lebih besar dari nilai signifikansi 0.05 yaitu sebesar 0.073 maka dari itu variabel *market value* ( $X_3$ ) secara signifikansi tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* saham (*Y*). Dengan demikian hipotesis yang menyatakan *market value* berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* saham pada kinerja saham jangka panjang IPO ditolak. *Market value* dapat digunakan untuk mengetahui kinerja perusahaan jangka panjang, hal ini dapat diketahui dengan melihat harga saham pasar. Apabila harga saham di pasar semakin baik maka kinerja perusahaan akan baik, karena harga saham menggambarkan kondisi perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Teoh, dkk., (1998) yang menyatakan *market value* berpengaruh positif terhadap kinerja saham jangka panjang IPO.

Koefisien regresi *magnitude of underpricing* sebesar + 0.003 yang berarti *magnitude of underpricing* berpengaruh

positif terhadap *abnormal return* saham. Jika *magnitude of underpricing* mengalami kenaikan 1 persen maka *abnormal return* saham akan mengalami kenaikan sebesar + 0.003 dengan asumsi variabel lain konstan. *Magnitude of underpricing* memiliki nilai signifikansi *t* lebih kecil dari nilai signifikansi 0.05 yaitu sebesar 0.005, variabel independen *magnitude of underpricing* ( $X_4$ ) secara signifikansi berpengaruh terhadap variabel dependen *abnormal return* saham (*Y*). Dengan demikian hipotesis yang menyatakan *magnitude of underpricing* berpengaruh negatif terhadap *abnormal return* saham pada kinerja saham jangka panjang IPO ditolak. Hal ini menjelaskan bahwa adanya pengaruh *magnitude of underpricing* terhadap *abnormal return* saham dapat terjadi pada nilai saham perusahaan non finansial kinerja jangka panjang IPO. Sehingga semakin tinggi nilai *magnitude of underpricing* maka nilai *abnormal return* nilai saham pada perusahaan non finansial kinerja jangka panjang IPO akan semakin tinggi (*overperformed*). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Alvarez dan Gonzalez (2001) melakukan penelitian tentang *initial return* menghasilkan nilai rata-rata *underpricing* positif pada kinerja jangka panjang saham IPO. Penyerapan saham di pasar yang tinggi akan mengakibatkan pertumbuhan harga saham yang tinggi. Proyeksi harga saham lebih baik untuk kedepannya karena sudah adanya suatu kepercayaan dari investor.

## KESIMPULAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial *Benchmark* berpengaruh secara signifikan dan berarah negatif terhadap *Abnormal Return*; *Money Raised* dan *Market Value* tidak berpengaruh secara signifikan dan berarah positif terhadap *Abnormal Return*; *Magnitude of Underpricing* berpengaruh secara signifikan dan berarah positif terhadap *Abnormal Return*. Kemampuan dari keempat variabel independen tersebut mampu menjelaskan variasi pada variabel dependen sebesar 45.8%, sedangkan sisanya sebesar 54.2% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dijelaskan dalam model.

Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini masih kecil yaitu sebesar

54 perusahaan non finansial. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terbatas, sedangkan masih banyak variabel lain yang mungkin juga berpengaruh terhadap *abnormal return* pada kinerja saham jangka panjang IPO seperti umur perusahaan, hal ini dikarenakan semakin lama perusahaan itu berdiri maka investor akan lebih mudah untuk mengetahui track record dari

perusahaan tsb.sebelum menanamkan investasinya.

Investor dalam pengambilan keputusan investasi perlu memperhatikan dan mempertimbangkan variabel *benchmark* terhadap *abnormal return* pada kinerja saham jangka panjang IPO. Penelitian ini telah membuktikan bahwa variabel *benchmark* memiliki nilai *standardized coefficients* tertinggi.

## REFERENSI

- Alvarez, Susana. and Gonzalez Victor M. 2001. Long-Run Performance of Initial Public Offerings (IPOs) in the Spanish Capital Market. pp. 1-41
- Ang, Robbert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia
- Bararuallo, Frans. 2005. Korelasi Antara *Initial Return* IPO (IR-IPO) dengan *Long Term Underperformance* IPO (LTR-IPO) Saham-Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 5, No. 1, h. 14-24
- Bessler, Wolfgang. and Thies, Stefan. 2007. The Long-run Performance of Initial Public Offerings in Germany. *Managerial Finance*, Vol. 33, Iss: 3, pp. 420-441
- Darmadji, Tjiptono. dan Fakhruddin, Hendy M. 2008. *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat
- Dita, Kharisma. 2013. Faktor-Faktor Penentu Kinerja Saham Perusahaan Setelah Penawaran Umum Perdana. *Jurnal Ilmu Manajemen*, Vol. 1, No. 1
- Drobetz, Wolfgang, Kammermann, Matthias, dan Walchli, Urs. 2003. Performance of Initial Public Offerings: The Evidence of for Switzerland. *Working Paper*, No. 3/03 h.1-69
- Ghazali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Govindasamy, Prabeshan. 2010. The Long Run Performance of Initial Public Offerings in South Africa. A *Research Project Submitted to the Gordon Institute of Business Science, Master of Business Administration, University of Pretoria*
- Hartanto, Immanuel Bakti. dan Ediningsih, Sri Isworo. 2004. Kinerja Harga Saham setelah Penawaran Perdana (IPO) pada Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*, No. 08, TH XXXIII
- Hasan, Iqbal. 1999. *Pokok-Pokok Materi Statistik 1 (Statistik Deskriptif)*. Jakarta: Bumi Aksara
- Hasan, Iqbal. 2002. *Pokok-Pokok Materi Statistik 2 (Statistik Inferensi)*. Jakarta: Bumi Aksara
- Loughran, Tim. and Ritter, Jay R. 1995. The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. L, No. 1, pp. 23-51
- Mediaswati, Harlina. 2008. Kinerja Jangka Panjang pada IPO (Initial Public Offering) di Indonesia Periode 1991-1993. *Majalah Ekonomi*, Tahun XVIII, No. 2
- Prastiwi, Arum. 2001. Analisis Kinerja Surat Berharga Setelah Penawaran Perdana (IPO) di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 16, No. 2, h. 177-187
- Ritter, J.R. 2001. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, Vol. 46, h. 3-27
- Sapusek, Annemarie. 2000. Benchmark-Sensitivity of IPO Long-Run Performance: An Empirical Study for Germany. *Schmalenbach Business Review*, Vol. 52, pp. 374-405
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Suroso dan Utama, Siddharta. 2006. Hubungan Kinerja Jangka Panjang

- Saham Pasca IPO dengan Optimisme dan Divergensi Opini Investor serta Tindakan Oportunis Emiten. *Usahawan*. No. 03, TH XXXV
- Tambunan, Andy Porman. 2013. *Analisis Saham Pasar Perdana (IPO)*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta
- Teoh, Siew Hong, Welch, Ivo, dan Wong, T.J. 1998. Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, Vol. LIII, No. 6
- Yanuarta RE, Ramel. dan Taqwa, Salma. 2007. Fenomena Underperform pada Saham-Saham IPO di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Economac*, Vol. 7, No. 2, Oktober 2007, h. 61-70